

## 論文

# 戦前期の株式取引所と場外市場

片 岡 豊

The Stock Exchange and the Outside Dealing in pre-war Japan

Yutaka Kataoka

## 目 次

はじめに

### 1. 株式取引所の成立と場外市場

#### 1) 株式取引所の成立

#### 2) 場外市場の展開

### 2. 鉄道国有化後の株式市場

#### 1) 株式取引所の売買構成

#### 2) 場外市場の組織化

### 3. 現物市場問題と株式取引所“経営”

#### 1) 現物市場問題と組織化の挫折

#### 2) 株式取引所の“経営”

おわりに

## はじめに

本稿の課題は戦前期の株式市場を検討することである。

わが国の近代産業の多くは株式会社の形態で発展してきたが、その資産は自己資本が中心であった。業種によって多少の差異はあるが、戦前期を通じて払込資本金は常に資産の5割程度を維持しており、積立金を加えると6割を越えていた。一方借入金の占める割合は1割未満であり、戦後の企業と著しい対照をなしている<sup>(1)</sup>。

資金調達の観点からみると、戦前期は株式の払込みが主流であり、これに社債を含めると、資金の7割前後は証券市場から調達していた。つまり戦前期の株式会社は直接金融によって資金の過半を賄っていたのであり、ここでも間接金融システムのもとに発展してきた戦後企業とは大きく異なる姿をみせている。

直接金融が資金調達の中心であったなら、戦前期の証券市場、とりわけ株式市場は戦後以上に重要な役割を担っていたことになる<sup>(2)</sup>。しかし戦前期の株式市場は、公認の株式取引所ではもっぱら先物取引が行われ、株式の移動をとまなう現物取引は、非公式の、そして時には違法とされた場外市場でなされていた。別の言い方をすれば、公式機関である取引所は投機市場として機能し、投資市場は未公認の民間市場にあるという独特の在り方をもっていたのである。

本稿の構成は以下の通りである。

第1節では研究史の整理をふまえて、明治期、特に鉄道国有化前の株式市場の外観を与える。第2節では、鉄道公有化後の株式取引所の変化と場外市場の展開を検討する。第3節は第1次大戦後の産業の発展と現物市場問題について考察する。

## 1. 株式取引所の成立と場外市場

### 1) 株式取引所の成立

日本で最初に株式取引所に関する条例が布告されたのは明治7（1874）年であった。しかしこの条例の内容は当時の実状とかけはなれており、「実際の事情に適応せざる規定多かりしを以て（中略）新に取引所を設立せんとする者なかりし為全く実施するに由なかりき」という結果に終わった<sup>(3)</sup>。結局、現実に成立していた公債取引市場を追認するかたちで明治11年新たに株式取引所条例が布告され、東京、大阪をはじめ各地に取引所が設立されることになる。この条例により、旧条例で会員組織とされた取引所は株式会社として組織されることとなり、それが後に取引所株売買の隆盛という奇妙な事態をもたらす直接の原因となった。その後何度かの改正はあったが、基本的にはこの条例が明治期を通じて機能する。

最初の本格的企業勃興期を経た明治20年代、新条例にもとづき株式取引所が各地で続々と設立される。20年代末には全国で主なものだけで6ヶ所、地方の商品取引所兼業の小規模なものまで含めると100以上を数えた。30年末には137に達し、このうち132ヶ所は株式会社組織であった。取引所経営それ自体がかなり有利な事業であったのである。しかし地方取引所のなかには、自ら売買をすることなく大きな取引所の相場をそのまま写す、「写真相場」による差金決済の場と化しているものも少なくなかった。このような取引所に対する世論の批判も大きく、政府も取引所の整理に乗り出す。解散、合併勧告といった半ば強制的な行政指導、さらには35年の資本金引き上げの改正令布告により、同年の末には全国で64ヶ所、このうち有価証券を上場しているのは20ヶ所にまで数を減じ、以後昭和14年まで新たな取引所が設置されることはなかった<sup>(4)</sup>。

取引所は各地に設置されたが、売買の大半は東京と大阪に集中していた<sup>(5)</sup>。初期の取引所における売買物件は金銀・公債が中心であったが、明治10年代末から株式取引が急増し、20年代以降は売買高の95%以上が株式でしめられ

るようになる<sup>(6)</sup>。売買された株式の業種は様々であるが、なかでも鉄道株の比重は大きく、東京株式取引所では通常でも売買高の5割、鉄道ブーム時には売買の7割近くが鉄道株であった<sup>(7)</sup>。このような鉄道株を中心とする取引所での売買は鉄道国有化まで続く。

しかしながら、明治期の株式取引所における売買の大半は定期取引といわれる限月制の先物取引（差金決済取引）であり、株券の移動をとまなう受渡しは売買高の10%程度にとどまっていた。実際、株式の移動数からみれば取引所の果たした役割は小さかった<sup>(8)</sup>。現物株式の移動は、取引所の周囲に展開していた場外の「市場」で行われていたのである。

## 2) 場外市場の展開

場外市場は明治初期の公債店頭市場にその端を発すると言われるが、株式取引所開設以降も公債、株式の現物取引は依然として場外で行われていた。この場外での取引を担ったのが取引所の外で営業していた現物商であり、売買はその店頭で行われていた<sup>(9)</sup>。現物商とはいえ取引所仲買人との兼業も多く、資金力は弱かった<sup>(10)</sup>。それでも明治40年頃には黒川、野村、高木などの業者は仲買人兼現物商として有力な存在となり、彼らの店頭価格が次第に他の現物商の価格をリードするようになったと言われている<sup>(11)</sup>。現物商の取引の仲介には才取人があたり、彼らは不正な売買には「手合い止め」<sup>(12)</sup>で対抗した。

日清戦争後、場外取引は一層拡大して組織的な市場の形を整えだし、ついには取引所の定期取引と類似の取引まで行われようとしていた<sup>(13)</sup>。明治34年には、活発化する現物取引に対応するため、才取人による仲立人組合「公株会」が東京株式取引所周辺に結成され、場外市場が組織化の緒につくことになる。

現物商側でも37年には、活況を呈していた場外市場を取引所とは別に組織化し、店頭取引から集団取引へ移行しようとする動きがおきるが、この運動は取引所側が政府に働きかけ実現しなかった。39年には有価証券現物売買業者、銀行、ビル・ブローカーなど70余名が「東京有価証券取引組合」を結成

し、再び「日本有価証券現物取引市場設立願書」を提出するが、これも東京株式取引所の反対で東京府により却下された<sup>44</sup>。この現物市場問題は、この後も繰り返し浮上することになる。

このように場外の現物市場をめぐるのはさまざまな動きがあったが、それでは鉄道国有化前の場外市場が株式市場全体に果たした役割はいかなるものであったのか。要約すれば次のようになるであろう。

全国の取引の9割以上が集中していた東京・大阪の両取引所の周辺に展開していた現物商は、それぞれ新興地場企業の株式を中心に取引しており、その中で代表的な株式だけが取引所で売買されていた。さらにその中で、両取引所で共通に売買されたのは大規模鉄道株だけであった。場外現物商が取り扱った銘柄は、取引所で売買された銘柄よりもはるかに多かったのである。

場外の株価は、取引所で売買のあった銘柄についてはその株価が場外にそのまま引き継がれた。しかし取引所で売買のなかった株式——その多くは比較的风险の高い新産業の株式であったが——についても、場外市場では一定の合理性を持った株価が独自に建てられていた<sup>45</sup>。投資家はそれによって初めて新産業への投資に参加することが可能になったと言える。

もちろん場外市場での取引のすべてが現物取引であったわけではなく、取引所類似の先物取引もかなり行われていたと思われる。実際それが取引所側の現物市場設置反対理由のひとつともなっていた。しかし現実には投資市場の役割を担っていたのは場外市場であったのであり、その意味で場外市場は新産業の資金調達の間としての機能を果たしていた。

資本市場において、投機市場と投資市場は車の両輪のようなものである。前者の価格形成とリスクヘッジの機能があってはじめて、後者が円滑に機能しうるのであり、それによってようやく社会的資本の動員が可能になる。明治期の株式市場の特徴は、両輪のうち投機市場だけが公認機関として組織され、投資市場はついに未公認、ときには違法な存在とされたことにある。そしてそのことは戦前期を通じてついに変わることはなかった。

## 2. 鉄道国有化後の株式市場

### 1) 株式取引所の売買構成

明治39年から40年にかけての鉄道国有化は、株式取引所にも大きな影響をもたらした。

周知の通り、明治期における日本の鉄道業は私設鉄道を中心に発展してきた。国有化前、全国の鉄道敷設距離の60%以上は私有鉄道であったが、国有化によって多くの私鉄が官有鉄道となり、官鉄が鉄道敷設距離の90%をこえることになる。このことは株式取引所にとってみると、取引所で売買されていた唯一といってもよい産業株が市場から引き上げられることを意味した。

表1は明治43年の大阪株式取引所定期取引の売買高構成をしめしている。

表1 大阪株式取引所定期取引（明治43年 単位：枚）

	売買高(A)	A/C (%)	受渡高(B)	B/C (%)	B/A (%)
鉄道・軌道	2,754,090	30.3	223,200	34.6	8.1
海 運	394,810	4.3	56,670	0.6	14.4
電 気 瓦 斯	741,850	8.2	99,120	1.1	13.4
織 維	1,144,360	12.6	115,480	1.3	10.1
諸 会 社	1,087,080	12.0	50,600	0.6	4.7
銀 行	1,170	0.0	450	0.0	38.5
取 引 所	2,962,520	32.6	98,690	1.1	3.3
計 (C)	9,085,880	100.0	644,210	7.1	7.1

資料：『大株五十年史』（1928年）より作成。

一般の産業株でもっとも売買の多かったのは依然として鉄道・軌道部門であり、売買高の3割余をしめているが、9割以上は地場の電気鉄道会社13社の株式であった。それに続くのは繊維部門であり、その取引の88%は大阪紡、大阪合同紡、鐘紡の3銘柄でしめられている。同程度の売買高を持つ諸会社の部門は、製糖・製油・醤油醸造業などを含む。企業数は9社である。

もっとも売買の多かったのは取引所株であった。売買高の3割以上は取引所株がしめている。この年、取引所株は新株を含め5銘柄が売買されたが、

その70%は大阪株式取引所株であり、全銘柄中最大の売買高を有していた。

株式移動をとまなう受渡高についてみていこう。売買の少ない銀行株（北浜銀行1銘柄）を除き、受渡しは産業株でも売買高の1割内外、取引所株はわずか3%である。表には示していないが、現物取引である直取引を加えても、受渡しは全売買高の23%にとどまっていた。もっとも直取引のすべてが受渡をとまなったというわけでもなく、相互に決済を繰り延べる実質的には差金決済取引と変らない売買も含まれていたと思われる。これは直取引と区別され「ジキ取引」と呼ばれた。

大正3年における大阪株式取引所の定期取引構成をしめしたのが表2である。産業株ではやはり鉄道・軌道部門の売買がもっとも多いが、シェアは著しく低下しており、全売買高の1割強をしめるにすぎない。それに対して取引所株は全売買高のほぼ半数にまで達している。しかもこの取引所株の売買の50%は東京株式取引所新株（いわゆる新東）、44%は大阪株式取引所株であった。要するに全取引のおおよそ半分が2つの取引所株に集中していたのである。

表2 大阪株式取引所定期取引（大正3年 単位：枚）

	売買高(A)	A/C (%)	受渡高(B)	B/C (%)	B/A (%)
鉄道・軌道	744,690	11.2	101,830	1.5	13.7
海 運	279,020	4.2	23,800	0.4	8.5
電 気 瓦 斯	646,990	9.7	64,890	1.0	10.0
織 維	656,790	9.9	61,960	0.9	9.4
製 糖	134,100	2.0	16,840	0.3	12.6
土地・建物	628,170	9.4	54,460	0.8	8.7
諸 会 社	179,140	2.7	21,560	0.3	12.0
銀 行	59,330	0.9	6,690	0.1	11.3
保 險	540	0.0	330	0.0	61.1
取 引 所	3,320,850	49.9	65,390	1.0	2.0
計 (C)	6,649,620	100.0	417,750	6.3	6.3

資料：『大株五十年史』（1928年）より作成。

受渡しについてみると、産業株だけみれば売買高に対する受渡しの割合は増加しているが、全体では取引所株の割合が大きくなった分、受渡しの比率は低下している。定期取引の受渡分に直取引をあわせても、売買高の7%弱が受渡しされたにすぎず、明治43年時点よりも大きく後退している。

株式取引所で取引所自体の株を取引する、言ってみれば自らの身を自ら売買するというこの奇妙な状況は何故に生じたのか。これは株式取引所の経営にかかわる問題であったと思われるが、それについては後述する。

## 2) 場外市場の組織化

鉄道国有化後も株式取引所の性格は変わらなかった。むしろ鉄道株の消滅によって、いっそう投機市場としての性格を強めたといつてよいであろう。

その中で場外の現物市場では、再三の政府からの禁令的な措置を受けながらも、依然として活発に取引がなされていた。坂本町（現日本橋兜町）では新設株式会社の株式を中心とした場外の現物取引市場が成立し、44年にはそこを活動の基盤とする才取人組合「同志会」が結成される<sup>10</sup>。これが最大の場外市場といわれた坂本市場に成長する。

鉄道国有化後、現物商はどのような株式を取り扱っていたのであろうか。表3にしめしたのは大阪と東京の場外現物商が扱っていた銘柄である。

大阪の3つの現物商が明治43年に売買の対象としていた株式は227銘柄であるが、他の現物商の存在も考えれば実際にはもっと多かったであろう。47銘柄を数える諸会社の内訳は多岐にわたっており、製糖、製粉からセメント、化学工業など多様な分野に及んでいる。それに対し取引所の定期取引で売買された株式は64銘柄であり、それも毎日売買されていたわけではなかった。

表に掲げた東京の現物商は120種類の株式を扱っていた。これは1商店だけの数字であり、現実には大阪と同じ程度か、それ以上であったと思われる。この年東京株式取引所には162の株式が上場されていたが、このうち実物取引の対象は14銘柄である。また、現物商のデータを取った同年5月2日、3日の両日に定期取引の売買があったのはそれぞれ43、37銘柄だけであった。また売買高に対する直取引を含む受渡しの割合は43%であり、大阪取引所の



表 3 取引所と場外市場の取扱銘柄

明治43年(1)	大 阪		東 京
	株式取引所	場 外 市 場	場 外 市 場
鉄道・軌道	20 (6)	20 (6)	20 (6)
海 運	2 (0)	11 (3)	10 (2)
電 気 瓦 斯	14 (4)	25 (6)	7 (2)
織 維	11 (2)	43 (11)	14 (5)
保 險	0 (0)	13 (0)	9 (0)
銀 行	1 (0)	35 (7)	22 (5)
取 引 所	6 (2)	16 (5)	4 (1)
諸 会 社	10 (1)	47 (5)	46 (13)
計	64 (15)	227 (49)	120 (30)

大正 3 年(2)	大 阪		東 京
	株式取引所	場 外 市 場	場 外 市 場
鉄道・軌道	19 (5)	30 (8)	12 (5)
海 運	5 (1)	12 (3)	6 (0)
電 気 瓦 斯	14 (3)	24 (5)	13 (3)
織 維	18 (3)	43 (9)	12 (4)
製 糖	8 (3)	17 (3)	14 (3)
土地・建物	5 (0)	10 (0)	2 (0)
銀 行	1 (0)	24 (8)	28 (11)
保 險	10 (1)	12 (1)	9 (0)
取 引 所	7 (3)	13 (5)	5 (2)
諸 会 社	10 (1)	35 (7)	37 (8)
計	97 (20)	220 (49)	138 (36)

資料：「大阪朝日新聞」、「中外商業新報」、「大株五十年史」（1928年）、『東京株式取引所五十年史』（1928年）

注：(1) 大阪の現物商は黒川商店他 1 店、銘柄の重複はない。東京は福島商會。

(2) 大阪の現物商は黒川商店他 3 店、銘柄の重複はない。東京は仲買人玉塚栄二郎。

23%よりは高い。

大正 3（1914）年の状況にもほとんど変化はない。明治末から大正 3 年の

第1次大戦勃発まで、日本経済は不況の局面にあったこともあり、銘柄数はほとんど変わっていないが業種は増えている。その中でやはり場外現物商は取引所よりもはるかに多くの銘柄を取り扱っていた。大正3年、東京株式取引所に上場されていたのは218銘柄（うち実物取引は同年上期で40銘柄）であったが、場外市場のデータを取った5月13日に定期取引があったのは36銘柄のみであった。受渡しは実物取引を含め売買の14%、大阪の6.5%よりは高いが、明治43年に比較すると大きく低下している。

新しい産業の登場にともなう企業の増加により、取引所では取引されず、場外市場だけで売買される株式の種類はいっそう増えていったと言える。

場外市場の重要な機能の一つは、それが現物株式の流通市場であったことにある。言い換えれば、株式移動の多くは場外市場を通じて行われたと考えられるということである。現在、大正期以降の株式移動についてはほとんど不明であるが、紡績業に関してはある程度判明している。表4は紡績業3社の株式移動と取引所での受渡高をみたものである。明治末から大正初期にかけて、企業によってかなりのばらつきはあるが、毎年発行株式の1割から5割程度は名義の書き換え、つまりは株式の移動があった。しかし取引所を通じて移動したのは多い年でもせいぜいその半数、通常は1割から2割程度であり、まったく取引所での売買がないこともあった。それ以外は場外市場を通じて株券が移動したものとされる。紡績業の例からだけでは即断できないが、場外市場は依然として株式の流通市場として機能していたと考えてよいであろう。いずれにせよ、明確な結論は今後の株主の分析に待たねばならない。

### 3. 現物市場問題と株式取引所“経営”

#### 1) 現物市場問題と組織化の挫折

大正3年の第1次世界大戦を契機に日本経済は急激に拡大し、多方面にわたり新企業がつぎつぎに設立された。金属、機械、人造肥料、セルロイドな

表 4 紡績業の株式移動（単位：枚）

紡績会社	株式発行高 (A)	株式移動高 (B)	取引所受渡高 (C)	B/A (%)	C/B (%)
鐘淵(1)					
明治43	280,136	148,773	77,790	53.1	52.3
44	318,553	127,440	65,560	40.0	51.4
45	318,553	153,089	71,680	48.1	46.8
摂津(2)					
明治43	69,000	9,356	3,990	13.6	42.6
44	69,400	—	280	—	—
45	140,000	27,189	4,970	19.4	18.3
大正 2	140,000	20,755	200	14.8	1.0
3	140,000	18,927	1,470	13.5	7.8
4	140,000	24,571	1,960	17.6	8.0
5	280,000	115,084	7,140	41.1	6.2
6	280,000	126,689	5,250	45.2	4.1
尼崎(3)					
明治43	3,800	3,844	1,500	10.1	39.0
44	80,000	18,953	4,050	23.7	21.4
45	80,000	10,837	20	13.5	0.2
大正 2	200,000	38,066	0	19.0	0.0
3	257,600	19,019	160	7.4	0.8
4	257,600	50,216	230	19.5	0.5
5	301,600	117,804	12,010	39.1	10.2
6	500,000	182,611	21,420	36.5	11.7

出所：『日本産業金融史研究・紡績金融編』（1970年）より作成。

注：(1) 取引所受渡高は東京・大阪両取引所の合計。

(2) 取引所受渡高は大阪取引所、東京株式取引所での売買は無い。—は不明。

(3) 取引所受渡高は大阪取引所、東京株式取引所での売買は無い。

ど、これまで日本にほとんど発展をみなかった業種が飛躍的に成長した。

株式市場もそれにともない活況を呈する。市場の取引が活発化するのはいずれ4年からであった。表5、表6は大正期の東京・大阪両取引所の売買構成をしめしている。大正4年の売買高は東京で前年の約2倍、大阪では3倍に相

表5 東京株式取引所売買構成 (単位: 枚)

	現物取引	長期取引		短期清算取引		受渡高/売買高 (%)(3)	受渡高/売買高 (%)
		売買高	受渡高	売買高	受渡高		
大正4	1,117,850	17,663,730	1,232,010			12.5	
5	1,816,028	31,846,330	3,151,250			14.8	
6	2,387,170	25,793,480	3,501,210			20.9	
7	1,998,109	24,545,340	2,802,510			18.1	
8	5,299,387	39,032,160	5,268,680			23.8	
9	4,785,066	37,468,780	6,089,500			25.7	
10	9,586,916	39,281,160	4,747,480			29.3	
11	10,659,705	29,759,450	3,106,250			34.1	34.1
12	9,153,538	32,487,590	3,126,980			29.5	29.5
13	6,844,230	23,600,650	2,475,860	6,591,900	919,740	27.6	25.2
14	6,273,420	37,504,780	5,177,090	22,264,300	3,502,740	22.6	17.3

資料: 『東京株式取引所五十年史』(1928年)より作成。

注: 大正3年は延取引売買高1,150枚を含む。他年度に延取引の売買は無い。

表6 大阪株式取引所売買構成 (単位: 枚)

	現物取引 (1)	定期取引(2)		短期清算取引		受渡高/売買高 (%)(3)	受渡高/売買高 (%)
		売買高	受渡高	売買高	受渡高		
大正4	8,810	20,020,040	524,290			2.7	
5	899,640	23,748,780	1,185,620			8.5	
6	1,939,270	18,326,420	1,680,480			17.9	
7	2,124,440	12,656,800	832,670			20.0	
8	6,247,940	17,823,220	1,179,760			30.9	
9	6,556,640	15,770,530	1,609,560			36.6	
10	23,276,040	16,488,150	1,183,070			61.5	
11	13,772,170	10,357,900	455,420	9,662,310	4,538,520	55.5	42.1
12	1,140,320	10,676,600	726,440	18,695,130	1,256,090	10.2	6.1
13	553,310	8,218,470	636,640	18,163,310	2,099,950	12.2	4.4
14	778,498	12,260,430	1,474,860	22,951,370	3,442,200	15.8	6.3

資料: 『大株五十年史』(1928年)より作成。

注: (1) 大正7年まで直取引、大正11年上半年まで現物取引、以降は実物取引。

(2) 大正11年下期より長期清算取引。短期清算取引は11年下期から。

(3) 短期清算取引受渡高を除く。

当する。現物株式の取引も増加し、東京では大正11年には清算取引の3分の1に達し、大阪ではピーク時には清算取引を上まわった。売買高に対する受

渡高の比率も11年頃までは順調に上昇している。取引所自体も直延取引売買などの現物取引振興策をとり、7年には直取引が現物取引に名称が変わる。このような取引所における現物取引の増大は、場外の現物市場の衰退を意味したのであろうか。現実には逆であった。場外現物市場は取引所以上に拡大していったのである。

新企業の設立により、場外で扱われる銘柄はますます増加し、売買も取引所以上に活発になっていった。取引所の現物売買振興策はむしろそれに対する対抗手段であった。取引の拡大による手数料収入の増加で資力が充実すると、個人企業を法人組織に改組するものもあらわれてくる<sup>177</sup>。彼らの業態は様ざまであったが、なかでも取引所にとってもっとも脅威であったのが、株式会社形態の証券交換所であった。

東京では大正6年に「東京株式現物組合」が坂本町に設立される。8年には東京茅場町に「東京証券交換所」が、大阪東区に「大阪証券交換所」がそれぞれ公称資本金1,000万円（払込250万円）で設立される。これらの交換所はそれぞれに有価証券に関する日報を刊行し、日々価格を場外の市場に伝達していた。東京証券交換所には組合員約300名が参加した。現物市場として開業したものの15日間の決済延期と期中の反対売買による差金決済を認めたため、投機的色彩が強かったといわれるが<sup>178</sup>、それは取引所も同じことであり、現物取引がどの程度あったかはわからない。

大阪証券交換所は、開業時に130名の組合員を募集し、開業3ヶ月後には2ヶ月間で出来高83万株、その種類は200以上に及んだ。このような状況について大阪交換所の機関紙である大阪證券日報社は次のように述べている<sup>179</sup>。

「世人が概ね危険なる投機證券を喜ばずして堅実なる放資證券の売買を欲する傾向を生じたる為め、公債、社債並びに雑株類が比較的多く売買さ居る状態に在るは、実に同社が放資的取引を盛大ならしめんとする精神に合致するものにて喜ぶべし。」

放資は投資と言いかえてもよい。また「雑株」とは、取引所で売買されない比較的小規模な新興企業の株式を意味した。

さらに、大阪證券日報は関西九州方面の600以上の銘柄の現物標準相場表を日々載録し、その理由を以下のように言い切っている<sup>20</sup>。

「云ふ迄も無くこの現物取引出来値段の公表は、従来株式取引所の所謂公定相場が多くの場合限月未決済の定期取引相場にして、現物売買の標準に恰當せざる欠陥を救い、兼ねて世上の現物商が不當なる値合金を利せん為実際の出来値を常に隱微し居たる悪弊を除去するものにして、現物標準相場表の掲載も亦當然株式取引所が之を行ふ可き責任の位置に立つと雖も、その本質が定期取引市場たる關係上実行する能わず」

もっとも大阪證券交換所においても「売買物件の受渡及び代金の決済は翌日午後三時限り完了せしめ、正當なる理由の爲め同社が買先より現物を授受し能わざる時のみ五日若くは七日以内決済の延期をなすことを得しめ」という規定があったから、現物取引だけに従事していたとは思えない<sup>21</sup>。

このような状況下で再び現物市場設置問題が再燃する。交換所側は営業を継続する一方、東京でも大阪でも現物市場設置運動を強力に展開した。運動が最高潮に達したのは大正9年頃であろう。今回の設置運動には経済界からも賛同の機運が強かった。米穀取引所、三品取引所の幹部をはじめ銀行関係者、日銀理事までが取引所に対する不信を述べると同時に、交換所の機能に対して積極的な評価を与えている。その中で時の大蔵大臣高橋是清の言を紹介しておこう<sup>22</sup>。

「日本の取引状態は如何であるか第一何等の意義も必要もない三箇月の延取引のみで純然たる商売買の現物取引は更に顧みられず其組織たるや最も信用あるが如くにして事実上最も弊害多い株式会社組織である実に時代逆行も甚だしい事であるまいか、私をして言わしむれば先ず直取引の復活を望む是が禁止などは更に疑問とせざるを得ぬ所である、凡そ商取引に當たつて投機心の介在せざるものがあるか是を強いて抑制せんとするは取引を許容したのに對して甚だしき矛盾といわねばならぬ、従って差金売買も當然である、直取引を禁止し場外の差金取引に對して重罰を科する等は商取引の実状を知らず只法文にのみ拘泥する病的思想といわねばならぬ」

取引所側はもちろん現物市場設置に反対であり、その理由はおおよそ次の3点にあった<sup>83</sup>。

- 1) 取引所の既得権の侵害。
- 2) 既に取引所内にある直取引相対売買の制度を拡張すれば足りる。
- 3) 新市場の設置は2つの公定相場をもたらす混乱を生じる。

交換所側がこの反対意見に納得するわけもなかった。

事態の収拾はあつてなかった。大正11年、東京株式取引所が東京証券交換所を買収し、大阪でも同様の動きがあった<sup>84</sup>。そして同じ年に短期清算取引が始まる。これは従来の定期取引より決済期間が短いため、実物取引の振興策として政府から税金、手数料の面で優遇措置を受けていた。しかし結局のところ決済などの面で差金決済取引に都合よく改められ、まったく実物取引の性格を失う<sup>85</sup>。出来上がった取引は、場外で盛んであったジキ取引を一層発展させた投機色の強い形となり、昭和期の株式取引の中心となる<sup>86</sup>。その代表格がいわゆる「新東短期」（東京株式取引所新株短期清算取引）であった。前掲表5、6からわかるように取引所は再び投機の専門市場としての色彩を強めていったのである。

同じ年、政府は既設取引所以外の現物市場の設置を禁止する。しかし現物商の数はいっこうに減らなかった。

## 2) 株式取引所の“経営”

取引所はついに現物市場の設置運動を抑えることに成功した。また、実物取引の活発化という政府の期待をうけて出発した短期清算取引も、むしろより投機性の強い取引形態に変形させられた。実物取引の充実を意図して新たに導入された取引方法が骨抜きになったのはこれがはじめてではなく、延取引もそうであった。取引所は何故に現物取引を軽んじ、差金決済取引に重きを置こうとしたのであろうか。大きな理由の一つは株式取引所自体の経営にあったと考えられる。

取引所の経営はいかにも単純である。表7は東京、大阪両株式取引所の収入構造と配当関係の指標をしめしているが、B/Aの欄から明らかなように、

表 7 取引所の収入構成と配当率（単位：千円）

東京	総 収 入 (A)	手数料収入 (B)	B/A (%)	当期利益率 (%)	配当率(1) (年利、%)	配当性向 (%)
明治43	3,180	2,689	84.6	46.9	16.5	88.7
44	2,489	2,016	81.0	47.2	13.0	88.5
45	2,510	2,053	81.8	45.1	12.5	88.2
大正 2	2,270	1,776	78.2	45.0	11.2	87.7
3	1,839	1,332	72.4	44.3	9.1	89.1
4	2,174	1,516	69.7	73.8	16.2	80.8
5	3,420	3,009	88.0	69.6	25.4	85.4
6	3,276	2,732	83.4	68.3	17.0	88.4
7	3,572	2,567	71.9	65.3	14.3	85.9
8	5,974	5,077	85.0	65.3	23.1	85.2

大阪	総 収 入 (A)	手数料収入 (B)	B/A (%)	当期利益率(2) (%)	配 当 率 (年利、%)	配当性向 (%)
明治43	2,110	1,655	78.4	40.1	11.5	95.2
44	1,730	1,355	78.3	38.3	8.4	88.8
45	1,992	1,483	74.4	34.1	8.7	89.7
大正 2	1,479	983	66.5	38.1	7.2	89.4
3	1,171	763	65.2	37.2	5.5	88.3
4	1,569	1,060	67.6	72.5	13.0	80.0
5	2,491	1,893	76.0	74.4	22.5	85.0
6	2,662	2,006	75.4	70.7	20.5	84.3
7	1,779	1,054	59.2	69.3	10.0	85.2
8	3,028	2,441	80.6	65.5	15.5	82.1

資料：『東京株式取引所五十年史』（1928年）、『大株五十年史』（1928年）より作成。

注：(1) 上期、下期の平均、年利

(2) 支出に交際費含まず。

要するに収入の大半は手数料なのである。大阪取引所の手数料収入の割合は東京より低いが、それを有価証券利子で補っていた。ただし内容は不明である。

配当率の高さも注目される。おおむね10%台、ときには20%をこえることも珍しくはない。これは決してこの時期にかぎったことではなく、むしろ明



治期よりも低下している。明治期の取引所の配当率は、変動幅は大きいものの10%以下のことはまれであり、通常で10%から3、40%、ときには10割配当もあった。

もっとも驚くべき数値は配当性向である。両取引所とも配当性向は常に8割から9割、要するに利益のあら方を配当につぎ込んでいたのである。取引所の費用の過半は税金であり、営業費用がほとんどかからないために当期利益率はかなり高い。大正4年から税制が変わったため当期利益率はなお高くなり7割近くになるが、それでも配当性向は一定していた。つまりは最優先されたのは株主の利益であり、おそらくそこには経営者も含まれていたと思われる。

さて、高配当を得るためには何はともあれ手数料を稼ぐこと、銘柄は何でもよい、とにかく売買高を増やすことであった。表8には両取引所における手数料収入の構成が算出してある。表から一目瞭然であるが手数料収入はほとんどすべて定期取引によるものであった。しかしこれは単に定期取引売買高が多かったからではなかった。

表9は売買手数料と口銭率をしめしている。手数料は取引所の、仲買人口銭は仲買人の取り分であり、客口銭率が注文主の支払い分である。場外市場の活発な展開は、口銭が取引所より安かったことに一つの理由があったと言われている。

表9をみると定期取引は直取引よりも客口銭がはるかに高く、また取引所側取り分の割合も高く設定されている。この傾向は取引所発足以来維持されていた。つまり、定期取引の手数料を高く設定したというよりは、注文主の負担を軽減し仲買人の利益を厚くして、実物取引を活発化させようとする、監督当局による直取引優遇策であったというべきであろう。しかし取引所にとって直取引は収入にならなかった。取引所の株主として利益を得ようとするなら、定期取引に重点を置くのは当然であった。

その際に取引所株は売買対象としてまさに好適であった。もともと取引所自体には企業として固有のファンダメンタルズなどあり得ようもない。ほと

表 8 手数料収入構成

東 京		手数料収入(千円)	定 期 取 引(%)	直 取 引(1)(%)
明治	43	2,689	88.5	11.5
	44	2,016	93.5	6.5
	45	2,053	99.1	0.9
大正	2	1,776	99.2	0.8
	3	1,332	98.6	1.4
	4	1,516	98.6	1.4
	5	3,009	99.2	0.8
	6	2,732	98.2	1.8
	7	2,567	98.8	1.2
	8	5,077	99.0	1.0

大 阪		手数料収入(千円)	定 期 取 引(%)	直 取 引(%)
明治	43	1,655	95.3	4.7
	44	1,355	96.7	3.3
	45	1,483	100.0	0.0
大正	2	983	100.0	0.0
	3	763	99.9	0.1
	4	1,060	99.9	0.1
	5	1,893	97.9	2.1
	6	2,006	95.1	4.9
	7	1,054	91.8	8.2
	8	2,441	91.2	8.8

資料：『東京株式取引所五十年史』（1928年）、『大株五十年史』（1928年）より作成。

注：(1) 公債を含む。なお大正8年より両取引所とも現物取引手数料。

んど唯一の収入源である手数料収入は売買高で決まり、売買の繁閑はときの経済状況が決定的な要因となる。つまり取引所株は、制度改変など特殊事態が生じない限り、景気の先行きや金利の見通しなどといった一般的な経済的思惑で価格が決定される、いわば無色透明な株式であった。「新東」が景気の先行きをしめす指標であったというのはあながち誤りではなく、その売買は言ってみれば「ダウの先物取引」に似た意味を持っていた。しかし実物取

表 9 売買手数料率と口銭率（単位：％）

株価 100円未満	定期取引			直取引		
	売 買 手数料率	仲 買 人口銭率	計 (客口銭率)	売 買 手数料率	仲 買 人口銭率	計 (客口銭率)
明治41年	0.203	0.167	0.370	0.015	0.135	0.150
大正3年	0.110	0.240	0.350	0.015	0.085	0.100
4年	0.089	0.261	0.350	0.003	0.077	0.080
10年	0.088	0.342	0.430	0.020	0.120	0.140

資料：『東京株式取引所五十年史』（1928年）より作成。

注：両取引は同時に改訂されるとはかぎらない。数値は表示年度時点のもの。

明治41年原資料定期取引売買手数料率100円未満103厘は203厘の誤りと思われる。表は推定値で算出。

引に何らの貢献もしなかったこともまた確かであった。

東京においても大阪においても、株式取引所が公的な責務を意識して運営されたとは言い難い。そこでなされたのは業務の独占権を保証された株式会社、自己の利益を追求することであった。株式取引所は取引所として“運営”されたのではなく、株式会社としてもっとも単純かたちで“経営”されたにすぎない。前節でふれた東京株式取引所の東京証券交換所買収は、正確には企業合併であったと理解すべきである。取引所は交換所株20万株（12.5円払込）に対し、取引所株3万株（50円払込）を交付している<sup>20</sup>。払込額だけでみれば買収比率は5：3であるが、この時期東株の株価は150円に近かった。交換所の株価は不明であるが、低収益の大企業が高収益の小企業を合併したということであったのかもしれない。

大正11年に場外市場が禁止された後も、坂本市場では以前と変わらない取引が盛んに行われていた。取引所が清算取引に偏重している以上、実物証券の売買は場外市場で行われざるを得なかった。場外市場は依然として、小資本の新規産業にとって資金調達場であったのである。

現物商はその一方で地方にも拡大していく。彼らは現物屋と呼ばれ、大別して3つに分かれるという。現物売買だけを専門とするもの、呑み屋、両者の兼業の3種である。たとえば昭和10年頃静岡市には50軒余りの現物屋が営

業していたが、専門業者は2、3軒、他は呑み屋兼業であったという<sup>88)</sup>。現物屋は全国ではおおよそ7、8千軒から1万軒と推定され、地方の小町村にまでかたちは様ざまながら展開していたと言われている。この時期免許を持つ株式取引員は全国で約500<sup>89)</sup>、国内の投資需要を捌くだけの能力はなかったし、またそのようなシステムを持つとうともしなかった。

場外市場は昭和14年坂本市場の一斉検挙で姿を消す。坂本市場の当時の実株取引は1日8万株といわれた。同じ年、東株における実株取引1日平均の最高は7万株であった<sup>90)</sup>。

## おわりに

戦後G. H. Q. は取引公正化と投資家保護のために「売買仕法の3原則」を柱とする証券改革を打ち出した。すなわち、時間優先、上場株式の場外取引禁止、先物取引の禁止である。戦前とは逆に、価格決定機能を果たすべき投機市場が違法取引とされたのである。もちろん戦前のように、今度は民間が先物市場を自由につくるというわけにはいかなかった。戦前期には、取引所における価格決定機構と、場外の投資市場（違法ではあったが）という分業がまがりなりにも機能していた<sup>91)</sup>。戦後の改革は、戦前期の取引所の在り方に対する一面的な反省からなされたものであり、それが戦後日本の証券市場の性格を決定づけたのである。

付記) 本稿は成蹊大学アジア太平洋研究センターの共同プロジェクト「地域経済発展研究会」の研究成果の一部である。

### (注)

- (1) 尾高煌之助・齋藤修編著『日本経済の200年』日本評論社（1996年）p.96～p.100
- (2) 社債のウェイトは10数％である。

- (3) 『東京株式取引所五〇年史』（1928年）p.2
- (4) 『山一證券史』山一證券社史編纂室（1958年）p.123－p.125
- (5) 林健久「明治期の株式会社」嘉治貞夫編『独占資本の研究』東京大学出版会（1963年）p.213
- (6) 伊牟田敏充『明治期株式会社分析序説』法政大学出版会（1976年）p.20
- (7) 野田正穂『日本証券市場成立史』有斐閣（1980年）p.234
- (8) 拙稿「明治期の株式市場と株価形成」『社会経済史学』第53巻第2号p.27
- (9) 『才取史』東証才取会員協会（1975年）p.58－p.61
- (10) 野田、前掲書、p.280
- (11) 村上はつ「紡績会社の証券発行と株主」山口和雄編著『日本産業金融史研究・紡績金融篇』東京大学出版会（1970年）p.83
- (12) 前掲、『才取史』、p.61
- (13) 前掲、『山一證券史』、p.115－p.116
- (14) 前掲、『才取史』、p.66－p.67
- (15) 明治期の場外市場取扱銘柄と株価形成の詳細については前掲、拙稿、p.27以下を参照。
- (16) 前掲、『才取史』、p.69
- (17) 前掲、『山一證券史』、p.170
- (18) 前掲、『才取史』、p.74
- (19) 『現物市場問題』大阪證券日報社（1920年）p.41
- (20) 同上、p.43
- (21) 同上、p.40
- (22) 同上、p.3
- (23) 同上、p.10
- (24) これが前出の大阪証券交換所であるか否かは確認できていない。
- (25) 前掲、『山一證券史』、p.216
- (26) 前掲、『才取史』、p.75
- (27) 前掲、『東京株式取引所五〇年史』、p.179

片岡 豊

(28) 『地方現物問屋の悪を衝く』経済日報社（1936年）p.21

(29) 同上、p.63

(30) 有沢広巳監修『日本証券史(1)』p.208

(31) 前掲、『日本経済の200年』 p.112

（本学経営学部助教授）